

FERDINANDO di FENIZIO

Moneta banche e borse
in Italia durante il 1960



Editrice L'industria Milano

FERDINANDO di FENIZIO

**Moneta banche e borse
in Italia durante il 1960**



Editrice L'industria Milano

A Giulio De Benedetti

AVVERTENZA

Durante il 1960, ci occorre di scrivere alcuni articoli in tema di moneta, banche e borse in Italia. Si ristampano quivi ricordando la data della loro pubblicazione.

Ci sembra infatti ch'essi siano uniti da un filo comune; e soprattutto che valgano a mostrare come le possibilità di previsione dell'economista, in fatto di borsa-valori, (pur sempre modestissime) si accrescano, se ci si sforza di tener conto della dinamica dei flussi monetari e finanziari, ad essa sottostanti.

f. d. f.

Tasso di sconto e denaro liquido

L'aumento del tasso di sconto da parte della Banca federale germanica (dal 4 al 5 per cento, a partire dal 2 giugno '60) ripropone un interrogativo da noi spesso ripetuto. Per qual motivo l'arma dello sconto è così raramente impiegata in Italia? Si può discuterne non in generale, bensì tenendo conto della situazione monetaria determinatasi da noi nel 1959-'60, e, in più, con l'aiuto dell'ultima Relazione della Banca d'Italia, che reca a questo riguardo parecchi elementi di giudizio.

Badiamo, tuttavia, a chiarire taluni termini tecnici. Ogni moderna collettività, per rendere possibili gli scambi, si serve di mezzi di pagamento. Un insieme di questi mezzi di pagamento (in possesso di famiglie, imprese, banche, ecc.) è detto «liquidità» di quelle unità economiche; ed è chiaro che essa può essere più o meno elevata in relazione al reddito od alla ricchezza posseduta. I mezzi di pagamento posseduti dal sistema bancario sono detti «riserve di liquidità» del sistema. In questo ambito hanno particolare importanza le riserve *primarie* (biglietti, saldi a credito presso l'Istituto di emissione, Buoni del Tesoro ordinari, ecc.) perchè su di esse il sistema bancario può costruire il «castello del credito» e pertanto accrescere la liquidità delle famiglie, delle imprese, di tutto il sistema economico.

* * *

Ora possiamo cominciare a ragionare. Il sistema bancario italiano era notevolmente ricco di riserve liquide primarie, a fine '58, in relazione ai suoi impieghi. Nonostante gli investimenti effettuati durante il 1959, codesta eccezionale liquidità rimase più o meno immutata durante tutto lo scorso anno. Infatti, come sappiamo, il saldo attivo della nostra bilancia dei pagamenti, obbligò l'Ufficio Italiano dei Cambi ad acquistare valuta estera; costrinse la Banca d'Italia a finanziare l'Ufficio dei Cambi con nuove emissioni; ed i biglietti così creati andarono ad accrescere, fra l'altro, le riserve primarie delle banche.

Orbene, in siffatte circostanze, altri istituti centrali avrebbero aumentato il tasso di sconto, al fine di tutelarsi dal pericolo che le banche stesse potessero loro «sfuggire di mano». Quindi creare un eccessivo volume del credito e, in definitiva, compromettere la stabilità monetaria. La Banca d'Italia non ritenne opportuno far ciò. Il suo tasso di sconto rimase immutato al 3,50 per cento, livello al quale fu condotto il 7 giugno '58, in fase di recessione congiunturale.

Ora, per spiegare questa sua politica, essa adduce tutta una serie di motivi che si possono ordinatamente esporre così: perchè un aumento del tasso di sconto avrebbe scoraggiato gli investimenti, in Italia, mortificando lo sviluppo;

perchè avrebbe accresciuto l'onere, per lo Stato, del finanziare, mediante nuove emissioni, a medio e lungo termine, il disavanzo di bilancio derivante da maggiori investimenti pubblici; perchè, considerata la situazione monetaria internazionale del '59, un aumento del tasso di sconto da noi avrebbe potuto determinare un afflusso di capitale dall'estero; quindi maggiori eccedenze attive nella bilancia dei pagamenti; quindi creazione di liquidità aggiuntive. Infine, perchè in genere la nostra banca centrale (governatore Donato Menichella) vuole ricorrere con *molta circospezione* alla manovra del tasso di sconto (dal '45 in poi, in Italia, non si ebbero che *quattro* mutazioni in questo saggio, durante ben cinque cicli brevi ed una decina di inversioni congiunturali). Si giudica, infatti, il nostro sistema economico poco avvezzo a codeste manovre, le quali potrebbero dar luogo ad interpretazioni errate. Occorrendo agire sull'espansione creditizia, la Banca d'Italia preferisce servirsi di altri strumenti, in un certo senso più morbidi nel loro operare.

* * *

Quali sono questi strumenti di azione della nostra banca centrale sul «castello del credito»? Ancora una volta si può giudicare dall'esperienza più recente. In primo luogo la manovra delle riserve obbligatorie detenute dalle banche presso il nostro massimo istituto di emissione. Simile nei suoi effetti è un provvedimento preso di recente: l'invito al sistema bancario a rimborsare una parte del suo indebitamento verso l'estero. Al 30 aprile '60 l'Ufficio Italiano dei Cambi aveva messo a disposizione delle banche agenti, a questo scopo, ben 234 milioni di dollari (pag. 346).

In secondo luogo ci si serve di «operazioni di mercato aperto» non dissimili da quelle che nacquero quasi un secolo fa sul mercato londinese. La Banca d'Italia ha così indotto il Tesoro ad accrescere notevolmente nel '59 le sue emissioni di titoli a media e lunga scadenza: per questa via fu assorbita liquidità primaria.

Da ultimo, la Banca d'Italia si serve sempre più per la sua politica creditizia di quella «persuasione morale» che si trova ricordata, con ogni onore, nei testi classici inglesi sulla politica monetaria: quando fanno risalire a riunioni confidenziali «attorno ad un tavolo» decisioni importanti ed efficaci. Il sistema bancario italiano vien dunque guadagnando, come si vede, non solo in elasticità, ma anche in spirito di coesione.

* * *

Ora un tema appassionante: le prospettive del '60 per quanto riguarda la liquidità primaria del sistema bancario. La Banca d'Italia, come abbiamo già visto altra volta, prevede che durante l'anno corrente la nostra bilancia dei pagamenti economica si chiuderà più o meno in equilibrio. Verrà così a

mancare la necessità di una nuova creazione di mezzi monetari per le occorrenze dell'Ufficio Italiano dei Cambi. Cesserà dunque (pag. 347) il principale impulso ad un aumento della liquidità primaria del sistema bancario, avvertito nel '58 e nel '59.

Dal canto suo il governo (l'ha confermato autorevolmente l'on. Tambroni) accrescerà i suoi investimenti: però non ricorrendo al mercato monetario, ma emettendo titoli a media e lunga scadenza. Per questa via si avrà, dunque, una diminuzione della liquidità primaria.

Infine lo stesso sistema bancario vedrà nel '60 diminuire la sua liquidità, per la graduale espansione degli impieghi di capitale verso il sistema economico: espansione che è recata dalla vivace fase congiunturale corrente. Si può, dunque, scontare una minor liquidità del sistema bancario durante i prossimi mesi e la normalizzazione di una situazione che avrebbe potuto anche riuscir delicata.

Se si raggiungeranno questi scopi — rimanendo ben inteso stabili i prezzi all'interno — la Banca d'Italia potrà affermare che i suoi morbidi mezzi di manovra monetaria hanno sortito conseguenze vantaggiose per la collettività. Saranno riusciti, infatti, a guidare il sistema bancario in un mare tempestoso, con un minimo di provvedimenti spettacolari e con risultati (quanto a saggio di sviluppo economico) che, battendo altra via, non si sarebbero potuti raggiungere.

La Stampa, 7 giugno 1960.

La "moneta calda"

Questo singolare mese di agosto è teatro di drammatici sommovimenti monetari. Gli spostamenti di capitali a breve scadenza (di quella che, con linguaggio pittoresco, fu denominata «moneta calda») hanno assunto volumi apprezzabilissimi; tanto da richiamare alla mente eventi lontani, del 1933-'39.

Gli epicentri della crisi monetaria sono due. Il primo può localizzarsi in Africa. Gli eventi del Congo insinuarono nell'animo degli operatori più d'un dubbio sulla solvibilità economica di quel Paese (e le incertezze furono luminosamente confermate, dalla recente sospensione, da parte della banca centrale congolese, di tutti i pagamenti in divisa). Ne risentì il Belgio, che si trovò a fronteggiare una fuga di capitali. Di conseguenza, la Banca nazionale belga ha aumentato il suo tasso di sconto dal 4 per cento al 5 per cento. Ne risentì pure il Sud Africa, che adottò analogo provvedimento (aumento del tasso ufficiale, dal 4 al 4 e mezzo per cento). Non sembra tuttavia che lo spostamento di fondi, per ora, abbia subito un arresto.

Il secondo epicentro dei sommovimenti monetari si trova agli Stati Uniti. La situazione congiunturale di quel paese, abbiamo detto, lascia parecchio a desiderare. Nell'intento di stimolare una più schietta ripresa, il Consiglio della riserva federale ha ridotto le riserve obbligatorie che le banche debbono tenere presso gli istituti centrali; ed ha autorizzato le principali Banche della riserva federale a ridurre il loro tasso di sconto dal 3,50 per cento al 3 per cento. Nel giugno scorso, si ebbe una prima riduzione dei saggi (dal 4 per cento al 3,50 per cento); non servì ad arrestare l'esportazione di capitali a breve, ed il ridursi della riserva aurea americana. Auguriamoci che il provvedimento più recente abbia maggior efficacia.

* * *

Dove si dirigono i capitali a breve che lasciano il Belgio, gli Stati Uniti, il Medio Oriente, e persino l'America del Sud? Si dirigono verso lidi giudicati sicuri e vantaggiosi. In primo luogo verso la Gran Bretagna, che ancora oggi ha il suo tasso di sconto al 6 per cento. Poi verso la Germania Occidentale, ma soprattutto verso la Svizzera.

La Confederazione elvetica ha visto aumentare le riserve auree della sua Banca centrale di un miliardo di franchi, nel giro di poche settimane. Ne è giustamente preoccupata. Che succederà al sistema economico svizzero, quando quelle disponibilità torneranno a casa loro? Una pressione deflazionistica non sarà per seguire a una presente pressione inflazionistica? La Banca centrale elvetica ha riunito pertanto «attorno a un tavolo» i capi delle grandi banche, e li ha invitati ad una politica comune, per scoraggiare questo indesiderato afflusso di fondi.

Del resto, è proprio quanto va consigliando da tempo il Fondo monetario internazionale. La «stabilità monetaria» è una ed indivisibile. Anche i Paesi temporaneamente «destinatari» dei capitali liquidi debbono collaborare ad arrestare codesti patologici spostamenti di fondi.

Perchè, frattanto, la Gran Bretagna non riduce il suo tasso di sconto ad un livello più prossimo alla normalità? La Banca d'Inghilterra, considerata la situazione della sua bilancia dei pagamenti, preferirebbe differire un tal provvedimento di qualche settimana: anche per ragioni stagionali. Ma forse, peggiorando la situazione, acconsentirà alle richieste. Forse contribuirà a calmare le acque anche la Banca federale germanica.

E per il nostro Paese? Forse ch'esso ha, per codeste delicate questioni, un interesse soltanto accademico? No, davvero. La lira è da anni una valuta forte. Non si vede perchè i capitali stranieri, in cerca di rifugio, non dovrebbero rivolgere la loro attenzione anche al mercato italiano. Sussistono dunque, anche per noi, rischi derivanti dai «colpi d'ariete» dei fondi a breve, sul nostro sistema monetario e creditizio; quindi sulla stabilità di tutto il nostro sistema economico.

Va aggiunto, tuttavia, che questo problema non coglie impreparate le nostre autorità monetarie. Afflusso di fondi a breve scadenza si ebbe già nel '59. Ebbene, la Banca d'Italia, nel novembre scorso, ha concesso alle principali banche (abilitate al commercio dei cambi) di tenere considerevoli disponibilità in valuta estera: ed in misura variabile a seconda delle circostanze. Fondi monetari a breve scadenza in valuta estera non sono dunque necessariamente presentati all'Ufficio Italiano dei Cambi, per la conversione in lire. Servono per idonei finanziamenti in valuta; e sono, secondo il convenuto, rimborsati ai loro proprietari, sempre in moneta estera. Si evita così l'emissione di nuove lire, quando giunge codesta «moneta calda»; e soprattutto s'evita il ritiro di lire dal sistema creditizio, quando i capitali tornano a casa.

Quanto avvenne, del resto, nei primi cinque mesi del '60 chiarisce ciò che siamo venuti illustrando. In questo periodo, le nostre riserve ufficiali in oro e divise (secondo i dati della bilancia valutaria, pubblicati dall'Ufficio Italiano dei Cambi) non si sono accresciute, per il nostro sistema, che di una quarantina di milioni di dollari. Di tanto dunque si accrebbe la liquidità primaria, creata dalla banca centrale. Per contro, i nostri crediti netti a breve, verso l'estero, si sono accresciuti di circa 200 milioni di dollari: e specialmente per l'aumento nei saldi in valuta, tenuti dall'estero presso le nostre banche abilitate al commercio dei cambi. Questi saldi, in moneta straniera, pari a 184 milioni di dollari a fine dicembre '59, erano saliti infatti, a fine maggio, a 377 milioni di dollari: e più saliranno verosimilmente durante i mesi successivi.

Dunque, con l'aiuto della norma del novembre '59, nonchè del decreto ministeriale 10 marzo '60 (ed in più, ben inteso, con l'aiuto delle frequenti relazioni fra banca centrale e grandi banche) si è riusciti a costruire, attorno al nostro mercato, una sorta di cintura paraurti; essa giova all'altrui e alla nostra stabilità. Gli avvenimenti più recenti mostrano l'opportunità di queste iniziative.

La Stampa. 24 agosto 1960.

Il «punto», sulle borse

Vorremmo innanzitutto ricordare, a coloro i quali si chiedono se per avventura i corsi dei valori azionari non siano oggi in Italia troppo elevati; oppure se, per contro, non si possa sperare in ulteriori ascese, due incontestabili verità.

Primo. Fra le molte previsioni avanzate, non diciamo da singoli economisti, ma da attrezzati istituti di ricerche, sui più svariati fenomeni economici, quelle riguardanti l'andamento futuro dei titoli azionari si palesano infide all'estremo. Si potè dimostrare che taluni di quegli enti, pur con gran lusso di teorie e di rilevazioni, avevano errato più del 50 per cento nelle loro previsioni. Miglior risultato avrebbero dunque ottenuto, rimettendosi al caso.

Secondo. Ogni scienza prevede attingendo uniformità dal passato. Tuttavia se la « realtà » muta profondamente, il passato cessa di offrire leggi utilizzabili. Nessuna previsione è allora possibile. Ed è proprio ciò che oggi va succedendo, sotto i nostri occhi; mentre si costruisce rapidamente la nuova unità europea e si demoliscono precipitosamente rapporti di dipendenza economica che avevano un secolo e mezzo di vita.

Dunque, oggi, noi non possiamo avanzare previsioni sul futuro dei mercati borsistici. Se mai, ingegnarci soltanto di esporre ordinatamente taluni fattori che hanno condotto, durante l'ultimo biennio, i nostri corsi azionari ai livelli attuali. Alcuni di questi fattori hanno carattere durevole. Altri promettono di essere labili. Ognuno, fatto il « punto », potrà giungere alle sue conclusioni.

* * *

Si annoterà, prima di tutto, che un certo aumento nei corsi dei valori azionari è di norma, quando gli stessi si riferiscono a società operanti in sistemi economici a rapido sviluppo. Durante le fasi di ascesa ciclica, poi, questi aumenti sono più apprezzabili, per i maggiori utili congiunturali delle aziende ed il più elevato processo di autofinanziamento. Poichè il sistema economico italiano, dal gennaio '59, è in espansione, nessuna sorpresa che ciò si sia in parte riflettuto sui corsi dei valori azionari.

Un altro ragionamento giustifica ascese ulteriori. I mercati finanziari italiani erano, sino a poco fa, caratterizzati da saggi di rendimento notevolmente superiori a quelli vigenti nelle principali altre piazze europee. La più ampia convertibilità della nostra moneta, introdotta sul finire del '58, ha giovato a rafforzare la fiducia altrui nella lira. Si ebbe pertanto un livellamento dei nostri saggi di capitalizzazione agli altrui. Oggi, il complesso dei valori azionari italiani ha un rendimento più o meno del 2%. I rialzi nei corsi esprimono per l'appunto codesto livellamento di saggi.

Terzo fattore. Allorchè l'ascesa nei corsi dei titoli azionari si protrae per un certo tratto di tempo e genera l'opinione che ci si trovi di fronte ad un movimento di medio o lungo periodo, l'offerta di titoli inevitabilmente si restringe. Nessuno si priva volentieri di azioni che diedero buoni risultati in passato e qualcosa promettono per il futuro. Per contro, la domanda di quei titoli si amplia: e tanto più se taluni istituti bancari (come qualcuno afferma sia accaduto) mettono a disposizione del mercato, per acquisti a breve, somme anche considerevoli. Che dunque nel '60 certi movimenti speculativi interni si siano aggiunti a quelli di fondo anzi descritti, a sostegno dei corsi, pochi reverranno il dubbio.

Da ultimo, diremo che, forse, nelle ultime settimane sono affluiti, per investimenti a breve sul mercato italiano, capitali esteri. I documenti a nostra disposizione (è stata pubblicata in questi giorni la bilancia valutaria per il primo semestre del '60 da raffrontarsi a quella per il primo semestre del '59) non li pongono in luce. Anzi, durante i primi sei mesi del '60, prestiti ed investimenti esteri (al netto dei movimenti in senso contrario) sono affluiti in misura notevolmente inferiore a quella dei primi sei mesi del '59. La situazione della Banca d'Italia, tuttavia, palesa a fine luglio un certo aumento nella voce: debitori diversi. Esso può giustificare quei sospetti. Se siano davvero fondati, lo si vedrà solo tra qualche settimana. Comunque che ci si trovi di fronte a spostamenti veramente robusti, sembra da escludere.

* * *

Ciò posto, possiamo tirare le somme. L'ascesa dei titoli, dovuta al fattore «sviluppo» non solo è, entro certi limiti, irreversibile, ma può continuare in condizioni congiunturalmente favorevoli. Irreversibile pure, almeno a breve scadenza, è l'ascesa dovuta alla più spinta «convertibilità» della nostra moneta ed alla progressiva integrazione europea, fermo restando, tuttavia, che raggiunto l'equilibrio fra mercati, questa forza d'espansione s'annulla. Ogni movimento speculativo, d'altro canto, è per natura fenomeno di breve periodo. Se non trova continui sostegni, tende ad esaurirsi. Quanto agli spostamenti di «moneta calda», pur essi sono per natura di breve momento. Per questo, giust'appunto, tutti i mercati sani si difendono in certa misura da essi; ed il nostro Paese, come sappiamo, non fa eccezioni.

Di più, obiettivamente parlando, non si può dire. Quando avremo aggiunto che, durante le prossime settimane, l'offerta di titoli azionari, sui mercati italiani, in dipendenza di aumenti di capitale già deliberati, sarà notevolmente espansa, ognuno avrà dinanzi a sé un quadro completo. Lo giudichi, dunque, dal suo punto di vista particolare: ed in più, tenendo conto di quegli imponderabili che agli economisti, spesso dominati da un razionalismo eccessivo, sogliono sfuggire.

Le conclusioni finali ne avranno vantaggio.

La Stampa, 6 settembre 1960.

I rialzi in borsa

Un settimanale ha proposto in questi giorni un referendum sulla Borsa italiana. Chiede innanzitutto ai suoi lettori: «A quali cause attribuite i rialzi dei titoli azionari, registrati negli ultimi mesi?». Aggiunge poi: «Ritenete possibile, nel prossimo futuro, un capovolgimento di questa tendenza borsistica?».

Gli avvenimenti ultimi rendono superfluo questo secondo interrogativo. Il primo invece conserva tutto il suo interesse. Ora, avendo discusso settimane fa di quell'argomento, cogliamo volentieri questa occasione per ritornare in tema, e completare il nostro disegno.

A suo tempo, elencammo quattro fattori di rialzo, per i titoli azionari italiani negli ultimi anni. Innanzitutto operò, con quella conseguenza, la lunga fase di ripresa congiunturale che domina la nostra economia dalla fine del '58. Il *fattore sviluppo* economico ha, infatti, facilitato un'elevata capitalizzazione aziendale ed accresciuto il valore dei titoli azionari in Borsa. Sono poi diminuiti, sul mercato italiano, i tassi medi di capitalizzazione dei nostri titoli, livellandosi a quelli europei, in seguito alla più spinta convertibilità monetaria accettata dall'Italia (operò, dunque, al rialzo un *fattore livellamento* dei saggi). Ha ancora sostenuto i titoli azionari un certo *fattore speculativo*, che sempre si accompagna ad ogni durevole variazione al rialzo od al ribasso nei prezzi sui grandi mercati. Da ultimo entrarono in gioco, quale *fattore esterno*, i capitali vaganti che, nelle ultime settimane, si riversarono pure sui nostri mercati.

Ebbene, queste ragioni di fondo giovano ad analizzare compiutamente la situazione. Ciò non toglie tuttavia che talune recenti modificazioni istituzionali abbiano potuto rafforzare qua e là codesti fattori di fondo: conducendo a rialzi che altrimenti non si sarebbero realizzati. Elenchiamo questi elementi.

* * *

Va ricordata, innanzitutto, la cosiddetta legge di perequazione tributaria, che suole intitolarsi all'on. Tremelloni. Essa, tra l'altro, impose alle società norme per quanto riguarda la redazione dei loro bilanci, ai fini della tassazione; e fissò anche responsabilità individualmente ben definite.

Che ne seguì? Non solo talune società italiane, durante l'ultimo periodo di alta congiuntura, giunsero a qualche maggiore autofinanziamento. Ma lo dovettero chiaramente manifestare: ciò che, in condizioni diverse, non sarebbe avvenuto; oppure non in egual misura e con pari prontezza, per comprensibili ragioni di prudenza. Di conseguenza, i rialzi nelle azioni, apportati dal «*fattore sviluppo*» furono così rafforzati: poichè la domanda poté prendere le mosse da accantonamenti sciorinati, per così dire, sotto gli occhi di ognuno.

* * *

Passiamo a considerare un altro elemento che rafforzò il secondo fattore di progresso dei titoli azionari italiani. Al livellamento dei saggi monetari e finanziari, nostri ed altrui, hanno contribuito, com'è ovvio, sia operatori italiani che stranieri. I mercati finanziari, tuttavia, subirono in Europa negli ultimi anni apprezzabili modificazioni strutturali: anche in Italia si costituirono infatti società di investimento (*Investment Trust*), talune proprio specializzate nell'acquisto di titoli italiani.

Orbene, primo, ogni società di investimento è sempre piuttosto esitante a cedere buoni titoli, acquisiti al suo portafoglio. Tanto più lo sono le società di investimento italiane, in quanto gli utili ottenuti dai divari nei corsi sono assoggettati oggi a pesanti imposte. Si veda, a questo proposito, quanto è scritto nella relazione del 29 gennaio 1960 della società « Invest ».

Che mai allora conseguì alla costituzione di codesti *Investment Trust*?

Ovviamente, una rarefazione dei titoli azionari offerti sul mercato; la quale, a parità di ogni altra condizione, rafforzò essa pure i movimenti di ascesa nei corsi: e forse in misura superiore a quanto non si sospetti, per uno di quei fenomeni di « autoalimentazione » tra cause ed effetti, che gli economisti moderni studiano con passione.

* * *

Da ultimo è da dire che il cosiddetto « fattore speculativo » fu rafforzato in Italia, durante gli ultimi anni, da tre eventi eccezionali: primo, dall'elevata liquidità sul nostro mercato in dipendenza dei saldi attivi della bilancia dei pagamenti economica italiana, durante il 1958-60. Secondo, dal desiderio presso i Consigli di amministrazione di talune società (rese timorose di scalate) di migliorare le loro quote di partecipazione azionaria, se erano di minoranza: il che ha reso meno frequente l'emissione di nuovi titoli ed ha provocato qualche maggior acquisto. Terzo ed ultimo, dalle promesse governative di nuove agevolazioni fiscali, per la fusione di società. Il mancato mantenimento sinora di quelle promesse ha probabilmente differito la realizzazione di operazioni già progettate; e quindi l'emissione dei corrispondenti titoli azionari, in Borsa.

In un periodo durante il quale i risparmiatori erano poco propensi a cedere le loro azioni, questa minor offerta di titoli e codesti acquisti aggiuntivi costituirono un altro non trascurabile elemento di rialzo nei corsi.

* * *

In queste settimane, come avevamo preannunciato, grandi società pubbliche e private hanno offerto azioni in gran copia: riconducendo le Borse all'ufficio loro di strumento, ove si offre risparmio monetario, per investimen-

ti durevoli nell'attività produttiva, sopportandone i rischi in vista di un più elevato sviluppo economico. Ciò che successe, tutti sanno: e qualche sorprendente anomalia è oggi indubbiamente corretta.

Comunque, quando tutte le vicende borsistiche italiane del 1958-60 potranno dirsi concluse, converrà pure analizzare ordinatamente i fattori, grandi e piccini, che hanno recato codesti eventi: per chiedersi poi se questa nuova esperienza non suggerisca l'opportunità di qualche modificazione alle norme, anche fiscali, vigenti per i nostri mercati borsistici. Una Borsa-valori ordinata è prima esigenza di ogni moderna economia di mercato che aspiri a progredire.

La Stampa, 29 settembre 1960.

I ribassi in borsa

Si è appena deposta la penna, per commentare gli straordinari rialzi dei corsi azionari nelle Borse italiane, che già conviene riprenderla per discutere il fenomeno opposto: tanto rapida ed in un certo senso improvvisa fu l'inversione di marcia, in questo settore. I nuovi eventi, è inutile nascondarlo, apportano visi lunghi dove se ne osservavano, ancor ieri, persino di troppo lieti. Le preoccupazioni circa il futuro tendono, una volta di più, a deformare i giudizi. Badiamo dunque a descrivere pacatamente il fenomeno economico che ci interessa ed a commentarlo in breve.

Innanzitutto qualche cifra. Ai primi del luglio 1960, l'indice delle quotazioni azionarie per l'Italia (su base 1938 = 1) era più o meno pari a 100, mostrando già un elevato incremento (del 20 per cento circa) sul livello relativo al precedente gennaio. Ebbene, quell'indice toccò, nei primi giorni dello scorso settembre, un vertice a 140. Oggi, a fine ottobre, è tornato ad un livello poco superiore a 100. Ciò significa che, prendendo le mosse da una data «base» già elevata, ci si ritrova di fronte ad una rapida ascesa nelle quotazioni azionarie, la quale dura più o meno un paio di mesi; nonchè di fronte ad un'altrettanto rapida discesa, lunga più o meno altrettanto. Oggi si è, con questi prezzi, al rispettabile livello di un quadrimestre fa: s'intende, sempre ragionando per medie ed aggregati.

* * *

Ciò premesso, le domande che più frequentemente sono rivolte all'economista, si riducono sostanzialmente a due: perchè la tendenza si invertì ai primi di settembre 1960, mentre l'ascesa s'era protratta per tanto tempo? E quali fattori, una volta superato il «punto di svolta», congiurarono ad affrettare la caduta? Il primo interrogativo, ognuno intende, è assai più facile del secondo. Vediamo dunque di scioglierlo per primo.

Secondo le autorevoli valutazioni della Banca d'Italia, il complesso delle azioni quotate nelle nostre Borse aveva ancora, a fine 1958, un saggio di rendimento del 4,68 per cento in media. Poichè, in quell'insieme, vi erano parecchi titoli che gli economisti definiscono «di accrescimento», tal saggio era abbastanza elevato, considerato anche il promettente sviluppo dell'economia italiana. Ora, a fine 1959, quel saggio era sceso, sempre in media per tutti i valori azionari, al 3 per cento. Ma nei primi nove mesi del '60 esso diminuisce addirittura di un altro punto, portandosi a quota 2,05 per cento. Quale sorpresa, dunque, che in siffatte circostanze i risparmiatori potenziali abbiano avuto più d'una esitazione ad investire i loro capitali, in questi titoli; e che, ad un certo

momento, abbiano preferito altri impieghi? Dopo tutto, l'economia italiana non è l'unica che sia in espansione; e gli investimenti azionari non sono neppure gli unici, che s'offrano all'attenzione del nuovo risparmio.

Così, molto semplicemente, si spiega la « svolta » delle quotazioni azionarie. Esse salgono fino a che la domanda prevale sull'offerta; però, più i prezzi salgono, e più la domanda globale per questi strumenti finanziari s'assottiglia. Alla fine, domanda ed offerta giungono ad equilibrarsi; e quest'ultima, anzi, giunge rapidamente a prevalere sulla prima.

* * *

Qualcuno chiederà: perchè? E, se è propenso ad interpretare i fenomeni economici con l'aiuto di modelli meccanici, sarà anzi favorevole a ritenere che, raggiunto l'equilibrio fra domanda ed offerta globale, per questi impieghi, lo stesso dovrebbe essere conservato. Così però non è: a prezzi immutati, gli acquirenti allo scoperto ci perdono, per l'alto onere degli interessi passivi. Cosicché, prima o poi, sono indotti a vendere. Questo può dar luogo all'inizio della discesa nei corsi: la quale, nel caso che c'interessa, fu poi stimolata dai fattori seguenti:

primo fattore: il forte incremento nell'emissione di nuovi titoli azionari ed obbligazionari, avutosi dopo la pausa estiva; nonchè le prospettive di altre emissioni (anche per titoli di stato) da concretare in un prossimo futuro. Su questo evento, richiamammo l'attenzione anche in un nostro scritto dei primi di settembre;

secondo: qualche lieve mutamento nella situazione congiunturale europea e italiana. Del resto, anche il recentissimo sondaggio « Isco-Mondo Economico », chiuso proprio in questi giorni, pone in luce, per il quarto trimestre del '60, prospettive ancor ottimistiche — ma certo giustamente più sorvegliate di quanto non fossero nel passato ultimo;

terzo: le imminenti elezioni amministrative. Come sempre avviene, un'intensa propaganda elettorale tende a porre in luce contrasti più che concordanze; annuncia palingenesi, piuttosto che riforme lente e giudiziose. Non sorprende dunque che i risparmiatori, i quali per natura non son dotati d'un « cuor di leone », si facciano più vigilanti nell'impiego dei loro fondi; ed attendano, prima di decidere, che le urne abbiano mostrato quali schede hanno raccolto;

ultimo va citato il fattore speculativo, il quale di suo esagera sia i movimenti d'ascesa che di discesa. Chi infatti, avendo acquistato allo scoperto, si trova di fronte ad un'inversione di tendenze, deve prima o poi saldare la sua posizione; e queste nuove vendite appesantiscono il mercato. Vendono altresì, in questa fase, altri operatori, i quali anticipano ulteriori discese. Che poi, in

siffatte circostanze, gl'istituti bancari siano più vigili nelle loro concessioni creditizie (come in questi giorni s'afferma) non dipende da malizia di uomini: ma semplicemente dalle loro normali previsioni, inevitabilmente meno ottimistiche quando le azioni discendono, di quando esse sono in ascesa.

* * *

Altra volta, commentando consimili, ma opposti eventi, scrivemmo attorno all'estrema difficoltà d'avanzare previsioni economiche su questioni di Borsa. Quelle note potrebbero oggi essere ripetute. Sia concesso, tuttavia, aggiungere che i fatti di fondo — già da noi minutamente analizzati — i quali giustificano alla lunga buone prospettive per i titoli azionari italiani, non sono scomparsi. La nostra economia, è sempre in vigorosa espansione; la struttura dei mercati borsistici, attraverso nuove società d'investimento, ha giovato a ridurre il flottante; acquisti esteri operano nello stesso senso; infine, sempre alla lunga, il fattore speculativo non gioca.

E' vero che tutti siamo immersi in un breve orizzonte; e che gli eventi che esso racchiude ci assillano. Talvolta, però, distogliere l'attenzione da avvenimenti vicini e sforzarci di guardar lontano, è quanto più giova.

La Stampa, 1 novembre 1960.

La politica monetaria della Banca d'Italia

L'azione della Banca d'Italia, negli ultimi tempi, è stata oggetto di talune critiche. Il governatore Carli, traendo vantaggio da una recente manifestazione in lode al risparmio, risponde ad esse, in un discorso elaborato ed un tantino ermetico. Esaminiamo dunque, con qualche attenzione, questo documento: esso manifesta non solo osservazioni contingenti, ma proposte di valore duraturo, circa il funzionamento del nostro sistema bancario.

Prima domanda, spesso ripetuta: per quale motivo la Banca d'Italia — essendo liquido, come sappiamo, il mercato italiano, per le note vicende della nostra bilancia dei pagamenti nell'ultimo triennio — non assorbì quella liquidità? La risposta del Governatore, a questo proposito, è la stessa pronunziata, mesi fa, dal Menichella. La collettività italiana desidera vivamente uno sviluppo quanto più rapido ed uniforme possibile. D'altro canto, in favorevoli condizioni, circa le attese degli imprenditori, sussistono rapporti di correlazione positiva fra disponibilità liquide e sviluppo. Le prime, cioè, facilitano una riduzione dei tassi d'interesse e determinano maggiori investimenti « più di qualsivoglia esortazione ». Ritenne, dunque, il nostro Istituto centrale che fosse opportuno correre qualche rischio, ma non sottrarre disponibilità al mercato. Risultato? Nei primi 10 mesi del '60, ha detto Carli, furono collocate azioni ed obbligazioni per 994 miliardi di lire, contro 588 miliardi nel '59. Del resto se, nelle circostanze di fatto, si fosse deciso di contrastare quei desideri collettivi di maggior liquidità, una tal azione avrebbe forse potuto concretarsi, senza provvedimenti « spettacolari » e lesivi dello sviluppo? Insegni la recente esperienza della Repubblica federale tedesca. In mercati finanziari aperti, con monete forti, le banche possono facilmente ottenere dall'estero ciò che fosse per negar loro l'Istituto centrale.

Seconda questione: perchè la Banca d'Italia, di fronte alla vivace ripresa dei titoli azionari dopo il luglio '60, non intervenne a frenare il mercato; ma soprattutto, perchè l'Istituto di emissione permise alle banche di sostenere quel movimento rialzistico? Un più pronto intervento, si dice, avrebbe evitato le punte estreme dei primi di settembre, nonchè le cadute susseguenti.

Ebbene, la risposta di Guido Carli a codesto interrogativo si articola in due tesi. La prima nega la responsabilità delle banche (e quindi dell'Istituto di emissione) nella dinamica dei corsi di borsa. « Le grandi banche non dispongono di titoli di proprietà, eccettuati quelli che sono contropartita di impegni per consegna futura; e quelli dei quali hanno libera disponibilità non sono certamente suscettibili di essere impiegati per influenzare le quotazioni ». (Opposte opinioni, annota il Governatore, sono dovute ad interpretazioni non corrette di certe voci accolte nei bilanci bancari). Poi (seconda tesi) egli continua:

« Le banche intervengono esclusivamente come intermediari ed è responsabilità della Banca d'Italia il vigilare affinché il loro comportamento sia *neutrale* rispetto al mercato ».

Quest'ultima frase può essere interpretata in un doppio senso. Quanto a dire, come difesa per il comportamento passato dell'Istituto di emissione; nonché quale ammonimento per il futuro. Comunque fu la clientela, a suo rischio e pericolo, che operò in borsa, secondo Carli. Non le banche. E se le speranze di molti non si realizzarono, ciò indurrà a maggior prudenza in futuro.

* * *

Considerata la sua origine, l'ampia liquidità del sistema italiano nel 1958-60 era, per natura, transitoria. Il forte sviluppo ottenuto giungeva ad assorbirla. Lo preannunziò apertamente il Menichella a fine maggio. Oggi quella previsione si sta verificando.

Ferme queste prospettive, la Banca d'Italia non ritenne opportuno intervenire sul mercato con provvedimenti drastici. Ammonì, tuttavia, le Banche ad una maggior cautela e, durante il '60, fece opera di restrizione creditizia, dapprima in febbraio (con i noti provvedimenti per escludere valute estere in arrivo dal circuito monetario italiano), poi in agosto, obbligando le Banche, che beneficiavano di crediti esteri, ad investire quelle disponibilità oltre frontiera. In questo modo, ragionando per grandi totali, fu sottratto al mercato il controvalore di quattrocento milioni di dollari: la metà, più o meno, per ciascun provvedimento. Una somma relativamente piccola, come si vede. Quelle misure, tuttavia, furono sufficienti soprattutto poichè le Banche le intesero nel loro giusto senso: come un ammonimento proveniente dal centro.

Oggi, si può dire che quelle norme non hanno provocato gravi imbarazzi agli Istituti di credito. Se essi sorgessero in futuro, « l'Istituto di emissione non mancherebbe di immettere liquidità sul mercato monetario », tuttavia « attraverso i canali posti sotto il proprio controllo ».

* * *

Queste dichiarazioni giustificano qualche commento. Primo: Guido Carli (in armonia, del resto, con le moderne tesi del rapporto Radcliffe) non ritiene che la Banca centrale possa descriversi come « supremo dittatore » della politica monetaria; bensì come supremo « moderatore » di quell'azione, latinamente parlando. Quell'Istituto è il « gran contabile » delle vicende che si svolgono in questo quadro per le congiunte decisioni del cosiddetto « settore privato » dell'economia, del « settore pubblico » e degli altri sistemi economici (o Resto del Mondo). Ancora: quel moderatore non ha eguali possibilità, in ogni fase ciclica. Nel '59, ad esempio, le sue possibilità di azione erano più modeste di quanto non si presentassero nel '60.

Secondo. Il Governatore condivide l'opinione che si debba favorire lo sviluppo economico italiano, pur sopportando qualche rischio. L'azione già intrapresa dal Menichella è dunque continuata e forse, in qualche caso, rafforzata.

Terzo ed ultimo: ancora il Governatore ha una spiccata avversione per i provvedimenti drastici (si ricordino le sagge riflessioni del Menichella, in tema di manovra dello sconto). Egli ritiene tuttavia che, gradatamente, il nostro sistema economico debba modellarsi su altri, più moderni, concedendo maggiori possibilità all'azione della Banca d'Italia. Questo, forse, il significato dell'ultima tesi, dove si dice che le concessioni del credito da parte della Banca centrale dovranno avvenire attraverso risconti ed anticipazioni, anziché per altra via.

Vorranno ora le banche modificare il loro comportamento (e pertanto i loro giudizi di valore) e ricorrere con più disinvoltura al risconto presso la Banca d'Italia?

La Stampa, 15 novembre 1960.

Liquidità e congiuntura

Per chi vuol seguire l'andamento congiunturale del nostro sistema economico è di grande interesse rilevare i flussi monetari che giungono o si dipartono dalla Banca d'Italia, considerata come ente che riceve o concede disponibilità liquide al mercato. Per condurre innanzi questa indagine si possiedono situazioni decadalì che la nostra Banca centrale pubblica con gran rapidità. Oggi, pertanto, si dispone già di cifre relative a tutto il mese d'ottobre '60. Questo è un primo vantaggio.

Si possono poi raggruppare le varie voci di quei bilanci provvisori, secondo norme dettate dallo stesso Istituto di emissione. Si rilevano così, innanzitutto, i «flussi in uscita» di disponibilità monetarie, dapprima verso l'economia; poi verso il Tesoro; ancora verso il *Resto del Mondo*. Sommando (algebricamente) questi flussi in uscita e ponendoli accanto ai flussi in entrata (per la banca) di disponibilità liquide, si ottengono per differenza le variazioni nella circolazione: la quale, dunque, in questo quadro, è rappresentata come una «voce di saldo»; come la conseguenza di innumerevoli decisioni prese, nel tratto di tempo considerato, nel quadro del nostro sistema economico.

* * *

Ciò premesso, badiamo innanzitutto alle variazioni nel volume del credito che il nostro Istituto di emissione ha concesso all'economia durante questi primi mesi del '60, e poniamo a raffronto ciò che si osserva con le vicende dei primi mesi del '59. Sommando, in questa cornice, le due principalissime voci relative agli «impieghi della Banca d'Italia» (cioè portafoglio ed anticipazioni) si ottiene che fra il gennaio e l'ottobre l'«economia» ha accresciuto la sua richiesta creditizia di 56 miliardi di lire contro 68 miliardi nello stesso periodo del '59.

Scendiamo però all'analisi: l'economia italiana richiese fondi alla Banca centrale nei primi due mesi dell'anno; poi rimase all'incirca sulle sue posizioni nel periodo marzo-settembre. In ottobre, si ha per contro un notevole e pronunziato ricorso al credito della Banca centrale (25 miliardi). E' da mettersi in relazione, tutto ciò, a note vicende borsistiche? Se la risposta è affermativa può inferirsi che un desiderio del governatore Carli comincia a realizzarsi.

L'espansione creditizia della Banca d'Italia verso il Tesoro aumentò sempre fra il '50 e il '55. Il Tesoro divenne alquanto più cauto nel biennio seguente. Ma addirittura contribuì a frenare notevolmente l'espansione creditizia nel '58 e nel '59. Ebbene, questa azione non muta, durante il 1960. Negli ultimi dieci mesi, cioè, il Tesoro continua a diminuire il suo ricorso al credito della Banca centrale: tuttavia questo movimento ha assunto un'ampiezza assai minore di quella verificatasi in precedenza. Fra il gennaio e l'ottobre '59, i flussi monetari in uscita, verso il Tesoro, si erano contratti in Italia di 682 miliardi di

lire. La contrazione avutasi nel gennaio-ottobre del '60 fu pari solo a 280 miliardi di lire. Anche ciò ha un indubbio significato congiunturale.

Ma veniamo al punto più interessante. Il credito della Banca centrale si espande o si contrae, come sappiamo, anche in relazione all'andamento della bilancia dei pagamenti con l'estero. In Italia, se affluiscono divise, si devono stampare biglietti per permettere all'Ufficio dei Cambi di acquistarle. Se la nostra bilancia dei pagamenti è passiva, escono, invece, divise.

Orbene, per lunghi anni la bilancia italiana verso l'estero fu passiva. La situazione mutò improvvisamente nel '58 e nel '59, quando il saldo attivo dei nostri conti con l'estero fu fattore principalissimo di aumento nella nostra liquidità all'interno. Ancora una volta, il '60 non vede mutare questa tendenza, la quale tuttavia assume ben diverse dimensioni. Nei primi dieci mesi del '60 il *Resto del Mondo* destò un incremento dei flussi di credito in uscita per 138 miliardi e la corrispondente cifra del '59 è di 538 miliardi. Quasi quattro volte tanto.

* * *

Qui possiamo tirare le fila. L'economia richiede un moderato aumento di liquidità alla Banca centrale, nel '60. Il Tesoro riduce (per quanto più lievemente) le sue richieste. Il *Resto del Mondo* continua ad accrescerle, ma a passo ridotto. Il risultato finale è una lieve diminuzione (86 miliardi di lire) di tutti i flussi in uscita, complessivamente considerati. I flussi in entrata (valigia ed impegni a vista, depositi liberi, depositi vincolati, eccetera) hanno fra loro contrastanti ripercussioni di mese in mese. Nel tratto di tempo che consideriamo, però divengono trascurabili. Allora, la minor richiesta di disponibilità monetarie in uscita si ripercuote *pari pari* sulla circolazione che, nei primi dieci mesi dell'anno, si contrae cumulativamente di 85 miliardi di lire.

Così si spiega, in parte almeno, la minor liquidità del nostro sistema economico in tempi recenti; l'aumento dei saggi monetari (e finanziari) sul mercato libero; talune flessioni nelle quotazioni di borsa, eccetera. Importanti eventi congiunturali trovano pertanto quivi la loro più idonea interpretazione.

Prospettive? L'andamento del nostro commercio con l'estero fa sospettare perduri il senso delle variazioni già osservate in questo quadro, anche in un prossimo futuro. Il comportamento del Tesoro verso la banca centrale è difficilmente prevedibile. Alla lunga tuttavia, continuando l'attuale indirizzo di spese pubbliche, è da sospettare un'inversione di tendenza. Le richieste dell'economia, anche a breve periodo, dipendono da troppi fattori per permettere anticipazioni: sembra tuttavia probabile un maggior ricorso al credito della Banca centrale.

La Banca d'Italia pertanto, d'ora innanzi, potrà far qualcosa di più, in tema di liquidità, di quanto non fece nel passato più recente: anche se Guido Carli (come del resto il Menichella) non vorrà ricorrere all'arma dello sconto.

La Stampa, 1 dicembre 1960.

Le vicende della borsa

Capitai, giorni fa, in una riunione di «risparmiatori» dedicata a problemi di Borsa. Gli organizzatori si erano proposti, lodevolmente, di invitare taluni esperti a discutere in pubblico di quanto era avvenuto, negli ultimi mesi, nelle Borse italiane. Il pubblico tuttavia abborriva sia gli esami storici che le considerazioni diagnostiche. Interruppe un oratore dopo l'altro. Non si acquetò, e per un istante, se non quando fu presentato un «ordine del giorno», nel quale si raccomandava al governo di «prendere immediati provvedimenti legislativi (*sic!*) per riportare le Borse alla normalità». Ma son dunque necessari codesti provvedimenti? Oppure sono anche soltanto verosimili? Vediamolo.

* * *

Si dice: il «risparmio» ha avuto fiducia nelle Borse italiane; le Borse l'hanno tradito. Chiediamoci allora, innanzi tutto: quale quota di risparmio fu distolta, negli ultimi mesi, dai suoi abituali sicuri impieghi in conti liberi o vincolati, in Buoni del Tesoro, in cartelle fondiarie, per essere avviata ad investimenti azionari? Fatti i conti ci si troverà di fronte a una percentuale non trascurabile, ma di certo modesta. E quei risparmiatori (posso aggiungere) perchè mai ascoltarono le voci non disinteressate di Sempronio o Mevio, i quali promettevano grosse fortune nel giro di poche settimane, anzichè gli avvertimenti di quanti badavano a ricordare che i titoli avevano raggiunto rendimenti assai bassi, che lo scoperto era considerevole, onde un'inversione di tendenza, prima o poi, si presentava come probabile? Chi oggi scorra la stampa italiana (e non ultima la collezione di questo giornale) vi ritroverà analisi minute dei fattori di rialzo e di ribasso, per i corsi azionari; volte a dimostrare che i primi andavano perdendo efficacia, mentre i secondi si rinvigorivano. Perchè non si ascoltò quei consigli? E per qual motivo tutti oggi dovrebbero correre in soccorso degli avventati?

Si dice: i capitalisti esteri hanno effettuato investimenti in titoli azionari. L'instabilità delle nostre Borse li ha delusi: si deve provvedere. Ma questo ragionamento regge ancor meno del precedente. Che gli investitori esteri siano delusi è contraddetto palesemente dai numerosi acquisti che, proprio in questi giorni, sono effettuati da operatori europei. Comunque quegli investitori stranieri avvezzi a fluttuazioni di corsi ben più ampie di quelle proprie delle Borse italiane, sogliono operare mossi non dal sentimento, ma dalla ragione: stesi accurati calcoli, riguardanti le varie e possibili alternative. Se talune di quelle operazioni si dimostrano errate, ne sopportano le perdite. E' la regola. Per quanto ci riguarda, non abbiamo affatto contratto verso gli investitori esteri l'impegno di mantenere i titoli a prezzi elevati; od a corsi perennemente al rialzo: il che sarebbe palesemente assurdo. Abbiamo solo preso l'impegno di

permettere prontamente quei disinvestimenti di capitale, che fossero liberamente decisi. Mantenuto questo impegno, nessun altro ci può essere attribuito.

E, poi, altro ragionamento: mentre scrivo, l'indice generale dei corsi azionari (1938=1) è a quota 93; il 9 dicembre (giornata nera) era a quota 91. Nel dicembre del 1959, questo indice era a 81. Su quella base, anche le quotazioni minime sinora registrate palesano, in un anno, un incremento superiore al 10%: variazione che difficilmente, nello stesso tratto di tempo, registrarono i più avvantaggiati flussi reali, connessi alla produzione. In periodi di stabilità monetaria, codesti grossolani raffronti hanno pure un loro significato. Giovano a far giustizia della tesi: è necessario prendere provvedimenti *immediati* per le Borse.

* * *

Passo allora a discutere se siano *verosimili* pronte misure legislative in questo campo. Non mi attarderò a chiarire che, non potendo per certo, il governo, provvedere per decreto in questa materia tanto delicata, sarebbe compito suo, al massimo, presentare al parlamento nuovi disegni di legge. Aggiungerò, dunque: quali disegni di legge dovrebbe *urgentemente* proporre il governo? Una riduzione del maggior onere fiscale recentemente deciso, per operazioni di Borsa, quando ancor oggi si scontano le ripercussioni di acquisti troppo robusti, allo scoperto? Un'attenuazione delle norme accolte nella legge di perequazione tributaria, proprio per gli operatori di Borsa? L'abolizione della nominatività dei titoli e la sostituzione delle conseguenti imposte, ad esempio, con una cedolare?

Sono tutte proposte che, alquanto confusamente, si è udito formulare nel corso della riunione cui sopra accennammo. Ecco però che, appena consegnate alla carta, esse si palesano ricche di incognite; fomentatrici di gravi ostilità fra gruppi sociali di forza pari, quindi inverosimili. A considerarle bene, appare certo: primo, che misure siffatte non saranno giammai proposte dal governo Fanfani; secondo, che se, per assurdo, lo fossero, non sarebbero giammai approvate dall'attuale parlamento.

Con ciò, non si vuole asserire che il funzionamento attuale delle Borse in Italia, sia ottimo. E neppure che le norme valide a lor riguardo non possano essere modificate con vantaggio, per tener conto di mutamenti strutturali intervenuti negli ultimi anni. Anzi, trarremmo volentieri profitto dall'esperienza del '60 per acquisire pazientemente nessi causali, più difficili da porre in luce in altre circostanze: quando rialzi e ribassi fossero più diluiti nel tempo.

Rifuggiamo tuttavia sia dalle innovazioni che non prendono le mosse da preventive indagini accurate; sia da quelle stimulate da proposte particolari. Ad esempio, il desiderio di provocare « rialzi nei corsi ». Per raggiungere questo fine, le riforme di carattere generale sono del tutto inidonee.

La Stampa, 16 dicembre 1960.

Italy as a target for foreign investment and as an exporter of savings

It is a well-known fact that the Italian economic system is based on debtor structure, despite the fact that the expansionist years of 1959 and 1960 produced favourable balances of payment. We can hardly expect otherwise in a country where the population is rapidly increasing and the economy, although quickened by a spirit of keen enterprise, still has to support large areas of underdevelopment.

While Italy's economic system is gradually becoming integrated with that of the world as a whole, its Government, as a firm supporter of the ideals of the United Nations, is making a considerable contribution towards capital aid for poorer countries. It is therefore of great interest to study the flow of capital into and out of the country.

What statistics should we take into account in our investigation? First, Italy's external debtor position. This is a complex question, and the figures, involving selected base-concepts, appeared for the first time in the official General Review of the Italian Economic Situation for 1959, whose data can be supplemented by certain flow-concepts in the balance of payment reports published every six months by the Economic Studies Department of the Bank of Italy. And then there is the information provided by the monthly foreign exchange statistics of the Italian Exchange Control Office.

Care must obviously be exercised in utilising these sources, but taken in conjunction with other information of a less orthodox nature a fairly up-to-date and reliable picture can be drawn of the investment position in Italy, which we now propose to examine.

The most recent external debt figures were published in April last. In giving them, the Review clearly distinguished between short-term debts on the one hand and medium and longterm debts in the other. The importance of the former is shown by the fact that from \$44m. at the end of 1955 they had increased tenfold to \$477m. net by the end of 1959. This shows clearly that contacts between Italian and foreign banks have increased during recent years.

During 1960 Italy has figured among the targets for «hot money» movements. Although this may have flattered the Italian monetary authorities, there is nevertheless a danger to the economy in the threat of subsequent rapid withdrawals, and the Italian Government, acting through the Bank of Italy, has therefore encouraged banks not only to reduce their currency indebtedness to other countries but to keep greater dollar reserves available for short-term loans.

The banks' response to these directives is illustrated by the fact that the dollar and convertible currency accounts held by them showed an increase from \$184m. at the end of 1959 to \$389m. at the end of July last. This is a sensible way of avoiding the creation of further monetary liquidity at home, since it facilitates the repayment of short-term debts while obviating the risk of damage to the national economy.

A different picture emerges in the case of medium and longterm external debts. These have barely doubled, from \$956m. at the end of 1955 to \$2,106m. at the end of 1959. The latter figures are, however, made up of items of widely differing kinds, and it is necessary to follow the distinction made by the Review between public and private debts. The latter are subdivided into «loans» (mainly covered by bonds and shareholdings) and direct investment by foreign companies in Italy.

Public borrowing by the Italian Government abroad shows only a slight increase over the past five years, having risen from \$579m. at the end of 1955 to \$680m. at the end of 1959, and in 1960 no large-scale operations have been recorded. Private loans (bond and share purchases), on the other hand, increased fourfold from \$284m. at the end of 1955 to \$1,026m. at the end of 1959. Direct private investment in Italian companies, after allowing for repayments, rose from \$12m. at the end of 1955 to \$52m. by the end of 1959, in this case a fivefold increase.

As far as 1960 is concerned the influence of foreign investors on the Italian market is not yet clear. Many operations are not registered with the Italian Exchange Control Office and do not therefore appear in the statistics. Reliable banking sources, however, indicate a considerable increase in capital movements of this nature. This would appear to be confirmed by the ease with which the Italian market has recently been absorbing large new capital issues and the growing number of Italian securities quoted on foreign stock exchanges.

The greatest increase, however, is in the direct investment of foreign capital in Italian companies. The statistics available on this point reflect the conflict in the mind of the Italian authorities. The Government, faced with a structurally debtor economy, has been torn between encouraging foreign investment in Italy so as to foster economic development and at the same time guarding against a sudden flight of capital.

Freedom for foreigners to invest in Italy was granted by the Merzagora Law of 1948, which repealed the earlier restrictions imposed in 1942. The repatriation of capital so invested was, however, prohibited for the first two years, together with any profits in excess of 6 per cent. This legislation gave little encouragement to foreign investors, and a more liberal system was established by the law of February 7, 1956, and the accompanying regulations. Provided that the object of the foreign investment is the creation of new productive undertakings or the expansion of existing ones, both foreign capital and profits can now be freely repatriated.

The new system also means that monthly figures are available as to the amount of imports and exports of foreign capital under the 1956 law. To confine ourselves to imports, foreign capital investment considered «productive» in the years 1956 and 1957 amounted to \$53m.; from \$35m. in 1958 it dropped to \$25m. in 1959. In the first nine months of 1960, however, the figure has risen to \$45m. and there is thus little doubt that the Italian market is once again an attractive target for foreigners. The most popular sectors seem to be chemicals, oil refining, metallurgy and engineering.

We must now turn our attention to the reverse of the coin Italian investment abroad. The employment of short-term Italian capital has already been referred to in the connection with Italy's net indebtedness abroad. As regards medium and longterm investments, however, the use of the method «net» would not have been suitable, since there is a difference between an Italian debt to the United Kingdom, for example, and an Argentinian or Brazilian debt to Italy. What is needed, therefore, is a statement of the position of foreign debts towards Italy, but no such information is available.

The reason for this seems to be that owing to domestic considerations the Italian authorities have until recently tended to discourage operations of this kind, and statistics would therefore be few. Now, however, the situation is changing as a result of the Ministerial Decree of July 28, 1959 (repealing a number of restrictions imposed by the Law of July 25, 1956), together with other moves which are designed to promote a greater co-ordination of the Italian economy with those of other European countries and with the world as a whole.

The effects of these new measures is already being felt. Towards the middle of this year the Bank of Italy published an official report on the financial resources made available by Italy to underdeveloped countries. The total aid amounted to \$190m. in 1957, \$71m. in 1958, and \$178m. in 1959. In these figures private medium and long-term investment accounted for \$12m. in 1957 and 1958, rising to \$34m. in 1959. It is clear that the Government's legislation is beginning to bear fruit.

The ending of the recession phase of the second «European cycle» in September, 1957, has been followed by three years of expansion in the Italian economy. Foreign investment has undoubtedly contributed to this revival, but we should not overlook the fact that Italy, although relatively poor as an industrial nation (with an average per capita income below \$500 per annum), has nevertheless striven within the limits of her available resources to assist other countries to become prosperous. This is the result of her firm conviction that economic prosperity in the West is one and indivisible, and that countries with a higher standard of living have obligations towards those whose standards are less advanced and whose wealth is not yet as great.

Dal numero speciale del «Financial Times» dedicato all'Italia e pubblicato nel dicembre 1960.

Indice

7	Tasso di sconto e denaro liquido
10	La « moneta calda »
12	Il « punto » sulle borse
14	I rialzi in borsa
17	I ribassi in borsa
20	La politica monetaria della Banca d'Italia
23	Liquidità e congiuntura
25	Le vicende della borsa
27	Italy as a target for foreign investment and as an exporter of savings

Prezzo L. 250